

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1926号 2008年06月09日(月)

《 Bernanke remarks 》

先週末に発表になった米5月の雇用統計は衝撃的な内容で、ニューヨーク株式市場ではダウ平均など主要株価指標は3%近い下げ(ダウは394.64ドル、NASDAQは75.38ポイント安)を記録したが、その衝撃の割にはドルは対円でも対ユーロでも比較的しっかりした水準を保って終わった。週末のドル・円は105円絡み、ユーロ・ドルは1.57ドル台の後半。

これはバーナンキFRB議長のドルに関する発言があったからでしょう。先週同議長は二度にわたって講演を行ったが、その中でも6月3日にスペインのバルセロナで行われた国際金融会議に衛星を通じて行った講演は、今後のアメリカのドル政策を考える上で非常に示唆に富むものだった。今回のレポートはまずこれを取り上げる。

講演(<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20080603a.htm>)は「経済見通しに関して」というもので、それほど重要な発言が出る会合だとは思われていなかった。金融政策の対インフレ・シフトを印象づけるものだったが、講演の最後の方に以下の一文を加えることによって、為替市場の関係者にはかなりインパクトの強いものになった。この発言がなかったら、週末の米雇用統計を受けたドルの下落はもっと激しかったに違いない。発言は以下のようなものだった。

「In collaboration with our colleagues at the Treasury, we continue to carefully monitor developments in foreign exchange markets. The challenges that our economy has faced over the past year or so have generated some downward pressures on the foreign exchange value of the dollar, which have contributed to the unwelcome rise in import prices and consumer price inflation. We are attentive to the implications of changes in the value of the dollar for inflation and inflation expectations and will continue to formulate policy to guard against risks to both parts of our dual mandate, including the risk of an erosion in longer-term inflation expectations. Over time, the Federal Reserve's commitment to both price stability and maximum sustainable employment and the underlying strengths of the U.S. economy--including flexible markets and robust innovation and productivity--will be key factors

ensuring that the dollar remains a strong and stable currency.」

この文章を読んで先ず筆者が驚いたのは、FRB の議長がこれほど長くドルについて言及したこと自体である。アメリカでも通貨に関する主任官庁は財務省であり、私が FRB をワッチし始めて以来ずっと、FRB の議長がドルを巡る政策に関して講演などの場で突っ込んで喋ることはなかった。つまり発言自体が非常に珍しいのである。

次に、議長は「財務省の同僚達と協力して」という表現からこのパラグラフを始めている。この文章を読みながら、そう言えば最近米財務省がペルシャ湾岸諸国に「通貨のドル・ペッグを維持して欲しい」と要請したというニュースを思い出した。小さく報道されていたが、このバーナンキのドル安警戒発言は、この財務省の一連の動きとリンクしているとも受け取れる。でなければ、わざわざ「財務省の同僚と協力して」などという一句は入れない。

《 In collaboration with our colleagues at the Treasury 》

大胆に推測すればこうなる。まず財務省が湾岸諸国に、これら諸国がなだれを打って行えばアメリカにとっての大きな権益喪失になる「湾岸諸国通貨のドル・ペッグ離脱」の回避を、「原油価格抑制」ともども依頼しに行った。これに対して湾岸諸国は自分達の購買力維持（対ユーロ、対円などでのドル価値の維持）、つまりドル安阻止をアメリカに強く要求した。

インフレ懸念が高まりつつある今のアメリカ経済の観点からしても、ドル価値の維持はアメリカの通貨・金融当局として賛同できる政策ターゲットである。そこで、インフレ抑制に関わる FRB の議長の講演に、「ドル価値の維持」を入れ込んだ……とも受け取れる。

バーナンキ発言が市場に与えた衝撃は大きかった。ドルは議長発言が伝わった段階で対円、対ユーロで大幅に反発して、対円では雇用統計が出る前に 1 ドル = 106 円台を付ける環境を作った（ドルは雇用統計を受けては反落）。

発言を見ても、バーナンキはかなり突っ込んでいます。FRB 議長としては異例である。また読む側として奇異に感じるのは、「we continue to carefully monitor developments in foreign exchange markets」という、まるで G7 声明のような文言が入ったことだ。この文言故に、筆者にはバーナンキ発言に異常な背景があったと推測できる。

彼がそれ以外で指摘していることは次のような点である。

- 1 . アメリカ経済が過去一年ほどの間に直面した諸問題や課題は、外国為替市場におけるドルの価値に対してかなりの下方圧力をもたらし、それが歓迎されざる輸入物価の上昇と消費者物価上昇に寄与した
- 2 . 我々アメリカの金融当局は、インフレとインフレ期待に与えるドル価値の変化が持つ意味合いに注視しており、長期インフレ期待の悪化を含めて、FRB が抱える二重の使命（インフレ抑制、雇用促進）が危険にさらされることなきよう今後も政策

を策定していく

筆者にはこの文章はどうしても「誰かに対するメッセージ」に聞こえる。多分、原油価格のこれ以上の上昇阻止とドル・ペッグの維持を求めた財務省の当局者が向かったペルシャ湾岸の産油国に対してだろう。財務省になり代わって、インフレ抑制のメッセージを込めながらバーナンキが喋ったと思える。

《 Trichet strikes back 》

しかしそこには強力なライバルが現れた、というのが先週の展開である。ライバルとなったのは、ユーロを管轄する欧州中央銀行（ECB）のトリシェ総裁である。総裁は以下のように述べた。域内政策金利を4%に据え置く決定を下した後である。

- 1 . EU 域内では物価安定に対する上昇リスクが増大した
- 2 . その結果確実とは言えないものの、欧州の政策金利に関しては引き上げられる可能性がある
- 3 . ECB は、（物価上昇リスクに対して）警戒状態にある

トリシェは、「（今年7月にも）金利は上がるかもしれない」と言っているだけで、「（インフレ抑制の観点から）強い通貨が欲しい」とは言っていない。そう明確に言っているバーナンキの発言との大きな違いである。

しかし、金利の引き上げ、その結果としての米欧金利差の拡大を受忍するという姿勢であり、それは「強いユーロもある程度仕方がない」という態度（受動的かもしれないが）に繋がる。トリシェ発言の結果、バーナンキ発言の効果は少なくとも対ユーロではかなり相殺された。

この結果何が生じたかと言えば、「強い通貨が欲しい」とは言っていない日本円の為替レート的大幅な下落である。トリシェ発言の直後に、それまで163円台にあったユーロ・円は165円台になった。ユーロ高・円安である。日本は欧米に比べればインフレ圧力は弱いと思われている。

「今年の夏には、いや秋には確実に ECB は政策金利を引き下げるだろう」というのが一般的な予想だったから、トリシェの発言は外国為替市場で大きく材料視された。よく言われる「タカ派発言」であり、ニューヨークのブラウン・ブラザーズ・ハリマンの為替アナリストはアメリカの新聞に対して、「This is significantly more hawkish than any expected」（予想より遙かにタカ派的な発言だった）と述べている。

もっとも、バーナンキやトリシェが描いた図式通りに今後の市場が動くかどうかは非常に微妙なところである。

バーナンキの「ドル価値維持」の方針は、米雇用統計の発表後におけるドル下落幅の抑制には役立ったかも知れないが、しかしそれでもドルは対ユーロ、対円で下げた。通貨の価値はそもそもマザー経済の強さに大きく依存しているのだから、米経済が著しい弱さを示したとなれば、ドルも「言葉」だけでは価値を保ち得ない。

バーナンキを初めとして米通貨当局は「リスク」も背負った。紹介したような発言でドル価値の維持を約束し、「ドルの価値に注意を払っている」「インフレ抑制を一翼とする政策策定に今後も努力する」と言った以上、それが危うくなったときにはそれ相応の政策対応をしなければならない。「アメリカ経済を健全にする」というバーナンキの建前を別にすれば、短期的には2つしか方法はない。

1. 利上げ
2. 介入

である。しかし、米5月の雇用統計を見て、「FRBが近々金利を引き上げられる」と判断できる人は少ないだろう。「介入」は、末期とはいえブッシュ政権の市場不介入方針に反する。当局としてリスクを背負ったし、背負っても言わざるを得ない事情があったということだ。

しかし、原油相場はアメリカ政府の努力をあざ笑うように、また米経済の雇用に現れた弱さを無視するかのよう先週末に急騰した。ニューヨークの引けは138ドル54セントだ。

《 stagflation fears 》

それにしても、このところの世界の中央銀行の姿勢は「インフレ抑制」にはっきりと舵切りが進んでいる。バーナンキは6月3日の講演、そして週内に行われた次の講演でも、インフレに対する警戒心を明確に示した。そういう意味では、トリシェの発言も「インフレ警戒」である。

世界の中央銀行が過去一年に直面した「流動性付与」の仕事から見れば、隔世の感がある。「危機は一段落した」という政府当局者の一連の発言は恐らく正しい。インフレ抑制が大きなテーマになる。しかし一方で、例えばアメリカ経済を考えてみると、「経済実態はちっとも良くなっていないし、むしろ悪化している」というのが実情だろう。インフレが高まり、一方で景気悪化が進むとなれば、それはスタグフレーションということになる。

その雇用統計は、

1. 家計調査に基づく失業率は5.0%から5.5%に0.5%ポイントも悪化した。これは2004年10月以来の高い水準であり、0.5%ポイントという月の上昇幅としては1986年2月以来の最大である
2. 毎回注目される非農業部門の就業者数(事業所調査)は、4万9000人減少した。

製造業を筆頭に実に幅広い業種で雇用が減少した。これで5ヶ月連続の減少。4月の2万8000人減よりも悪化している。3月は8万8000人の減少だった

これとは別に、家計調査による雇用の減少は28万5000に達している。このことは、景気実態の悪化の中で職探しを諦めるのではなく、逆に仕事探しを一生懸命しても、職を見つけれない人が増えたということかもしれない。アメリカ国民は、「住宅価格の下落」「原油高」に加えて、「雇用悪化」という三重苦を抱え込んだように思う。米大統領選挙でも、「経済」が非常に重いテーマになるだろう。

今週の主な予定は以下の通り。

6月9日(月)	4月景気動向指数(CIを中心に公表) 5月景気ウォッチャー調査 英5月生産者物価指数 米NY連銀総裁講演(「経済について」) 米ボストン連銀総裁講演 バーナンキ米FRB議長講演 香港市場休場(端午節の振替)
6月10日(火)	4月機械受注 4月家計消費状況調査(確報) 米4月貿易収支 IEA世界原油需要見通し
6月11日(水)	1~3月GDP(2次速報) 5月企業物価指数 中国5月生産者物価 米MBA住宅ローン申請指数 米ページブック コーン米FRB副議長講演 クロズナー米FRB理事講演 米セントルイス連銀総裁講演
6月12日(木)	日銀政策決定会合(~13日) 中国5月消費者物価 米5月小売売上高 米4月企業在庫
6月13日(金)	4月鉱工業生産(確報)・設備稼働率 5月消費動向調査 日銀総裁定例記者会見

日銀金融経済月報

G 8 財務相会合（～14日、大阪）

中国5月小売売上高

米5月消費者物価指数

米6月ミシガン大学消費者信頼感指数（速報）

6月14日（土）

東京メトロ「副都心線」開業（池袋・渋谷を直結）

《 have a nice week 》

久しぶりにベトナムに来ています。99年の秋に一回来ています。その時はハノイだけで、ホーチミン市にはシンガポールへの乗り継ぎで立ち寄っただけ。今回はそのホーチミンにまず入っています。まだ着いたばかりで印象と言ってもあまりないのですが、ちょっとした印象は再来週にでも紹介できればと思っています。来週はそういう訳で、このレポートは休みです。

それにしても、アメリカから発表される経済統計は、時に驚愕するものがある。今回の米5月の雇用統計もそうでした。ただしアメリカ経済を一つの統計だけで判断するのは間違いです。今週も多くの指標が発表になる。

それでは、皆様には良い一週間を。

《当「ニュース」は住信基礎研究所首席研究員の伊藤(E-mail ycaster@gol.com)の相場見解を記したものであり、住友信託銀行の見通しとは必ずしも一致しません。本ニュースのデータは各種の情報源から入手したものです。正確性、完全性を全面的に保証するものではありません。また、作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。投資に関する最終決定はお客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。》